

广东鸿图 (002101.SZ) 汽车零部件行业

评级: 持有

首次评级

公司研究

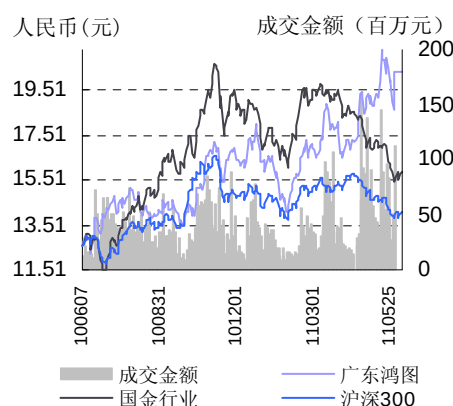
市价(人民币): 20.28 元

华南地区铝压铸龙头企业

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	134.00
总市值(百万元)	3,325.92
年内股价最高最低(元)	21.30/12.21
沪深 300 指数	3004.26
中小板指数	6349.46



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.685	1.040	0.626	0.817	1.073
每股净资产(元)	6.04	10.21	11.34	12.84	14.86
每股经营性现金流(元)	1.44	-0.57	1.99	1.57	1.84
市盈率(倍)	29.62	19.50	32.42	24.82	18.90
行业优化市盈率(倍)	52.18	55.41	54.08	54.08	54.08
净利润增长率(%)	58.46%	85.98%	20.26%	30.64%	31.33%
净资产收益率(%)	11.33%	10.18%	11.04%	12.73%	14.45%
总股本(百万股)	67.00	82.00	164.00	164.00	164.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **汽车轻量化、国际产业转移持续带动国内铝压铸需求增长:** 作为铝压铸行业的主要下游, 汽车行业的轻量化发展趋势可持续带动铝压铸需求增长。不仅如此, 突出的劳动力成本优势已使我国铝压铸行业成为汽车零部件领域中不多的具有全球竞争力的优势产业, 目前我国铝压铸领先企业已全面配套国内外汽车巨头, 正充分受益国际产业转移, 发展空间极为广阔。
- **华南地区铝压铸龙头企业, 竞争优势较为突出:** 公司现有产能 2.2 万吨, 在独立铝压铸企业中位列第四, 2012 年底将扩至 3.6 万吨 (+64%), 规模优势显著。公司还拥有突出的技术研发能力以及稳定而且优质的客户资源, 公司客户已覆盖通用汽车、克莱斯勒、康明斯、东风本田等国内外诸多著名企业。
- **国内外业务均有望快速增长:** 算上间接出口, 公司出口比例接近 50%, 当前欧美经济已稳步复苏, 汽车销量快速增长, 预计 2011-2013 年公司国外业务收入复合增速可达约 30%。国内方面, 公司已加大对国内市场拓展力度的倾斜, 加上南通子公司将于 2012 年建成投产, 预计公司 2011-2013 年公司国内业务收入复合增速可达约 28%。
- **“成本加成”定价, 盈利能力较为稳定:** 按照行业惯例, 公司产品采用成本加成定价模式, 当原材料价格大幅上升时, 公司可通过调价转移部分压力以保持较为稳定的盈利能力。近两年来, 公司毛利率基本为 25% 左右, 净利率则约为 9%。

投资建议

- 公司是充分受益国际产业转移的铝压铸龙头上市公司, 快速增长确定性强, 盈利能力也较稳定, 但公司当前股价对应 2011 年 PE 已达 32 倍, 暂不具备估值吸引力, 建议“持有”。

盈利预测与估值

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.626 元、0.817 元、1.073 元, 公司当前股价对应 2011 年 32 倍 PE。

风险

- 欧美经济下行风险、国内汽车销量下行的风险、原材料价格大幅上涨的风险、本田、日产产能恢复低于预期风险。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	4
汽车轻量化带动铝压铸行业持续增长	5
铝合金压铸行业简介	5
汽车是铝压铸行业主要下游	5
汽车轻量化将持续带动铝压铸市场需求	6
中国铝压铸产品具有全球性竞争优势	8
汽车件铝压铸门槛较高，盈利能力较为稳定	10
广东鸿图：华南地区铝压铸龙头企业	11
公司具备较强的竞争优势	11
公司出口业务有望保持快速增长	12
国内市场空间巨大，南通子公司建立有助国内业务快速增长	15
“成本加成”定价，近年盈利能力较稳定	17
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
估值与投资建议	19
风险提示	19
国内汽车市场超预期下滑风险	19
欧美经济下行的风险	19
原材料价格大幅上升的风险	20
本田、日产震后产能恢复推迟风险	20
附录：三张报表预测摘要	22

图表目录

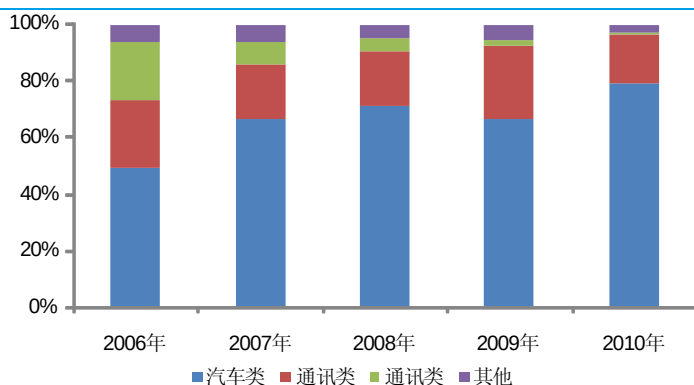
图表 1：公司近年营业收入构成	4
图表 2：公司近年营业利润构成	4
图表 3：公司近年营业收入及增速（百万元）	4
图表 4：公司近年国内外收入比例	4
图表 5：中国各种有色金属铸件近年产量（吨）	5
图表 6：铝合金压铸产业链分解	5
图表 7：汽车铝铸件的主要应用领域	6
图表 8：主要工业国家铸件应用汽车行业比例	6
图表 9：2007 年国内铝压铸产品车用占比超过 67%	6
图表 10：北美铝材占每辆汽车总重比例日益提高	7
图表 11：欧洲每辆汽车用铝量日益提高（千克）	7
图表 12：汽车用铝量比例分解图	7

图表 13: 日本单台汽车铝材用量 (千克)	8
图表 14: 日本铝压铸件占汽车用铝比例趋势	8
图表 15: 近年中国原铝产量及增速 (万吨)	8
图表 16: 2009 年全球各地区原铝产量占比	8
图表 17: 各国最低工资标准比较 (人民币元/月)	9
图表 18: 中外铸造企业人工成本比较 (人民币元/吨)	9
图表 19: 中国铝铸件产量占全球比例逐渐提升 (万吨)	9
图表 20: 整车企业内部配套压铸企业	10
图表 21: 前十大汽车件铝压铸企业 (独立配套)	11
图表 22: 公司国内外汽车件客户及产品梳理	12
图表 23: 公司直接出口收入及增速 (百万元)	13
图表 24: 公司直接出口收入及毛利占比	13
图表 25: OECD 领先指标显示全球经济已恢复增长	13
图表 26: 美国、欧盟 GDP 已恢复增长	14
图表 27: 美国、欧盟 PMI 快速上升	14
图表 28: 美国轻型车销量正快速上升 (辆)	14
图表 29: 欧盟乘用车新车注册量增速回升 (辆)	14
图表 30: 日本 GDP 已恢复增长但不确定性较大	15
图表 31: 日本 PMI 指数受地震拖累快速下行	15
图表 32: 近年人民币兑美元、欧元、日元汇率	15
图表 33: 2009 年全球各地单车用铝量 (千克)	16
图表 34: 国内铝压铸容量预测 (万吨)	16
图表 35: 公司国内业务收入与增速 (百万元)	17
图表 36: 公司国内收入增速与乘用车增速行业比较	17
图表 37: 南通基地辐射的乘用车工厂	17
图表 38: 公司主营业务成本结构-	18
图表 39: 国内外铝锭价格变动 (人民币元/吨)	18
图表 40: 03-06 年公司产品售价与铝锭采购价 (元/吨)	18
图表 41: 公司近年毛利率与净利率	19
图表 42: 广东鸿图收入分拆与预测	21

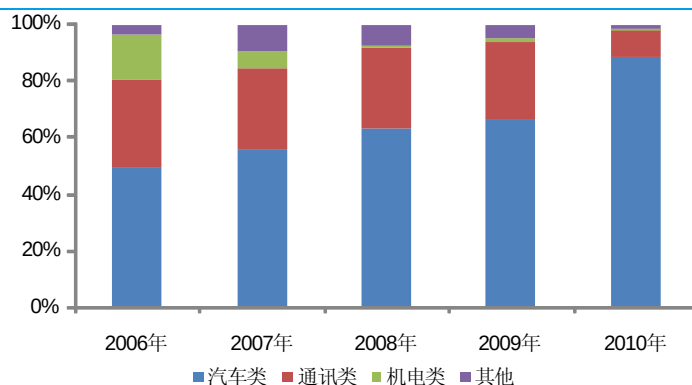
公司概况

- 公司是华南地区精密铝合金压铸件龙头企业，主营汽车类、通讯设备类以及机电类精密铝合金压铸件。
- 汽车类压铸件是公司收入与利润主要来源，占公司 2010 年收入的 79.1%与利润总额的 88.2%。产品主要包括发动机配件（支架、缸盖罩、缸体盖等）、变速箱壳体与支架、离合器壳体、油底壳等。
- 通讯设备压铸件占公司 10 年收入的 17.2%与利润的 9.6%，产品主要包括散热器、冷却塔等。
- 机电类压铸件占公司 10 年收入的 1.0%与利润的 0.5%，产品主要包括电机支架、驱动端盖、缸体等。
- 值得说明的是，近几年来公司汽车件收入占比持续提升，这也是公司未来的重点发展方向。公司原有的电梯梯级产品已停产，目前仍有少量通讯和机电类产品也主要是为了保留在这一领域的“渠道”关系，公司并不做重点拓展。

图表1：公司近年营业收入构成



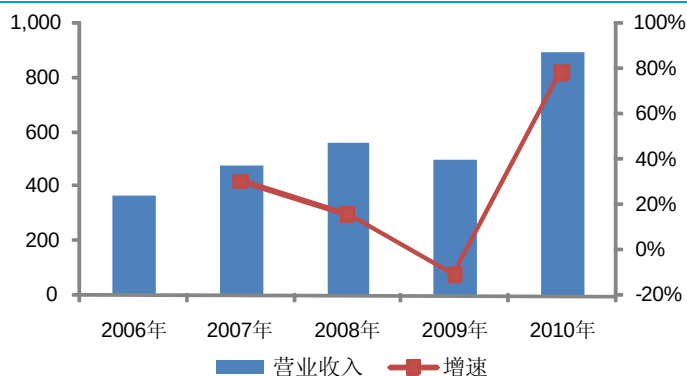
图表2：公司近年营业利润构成



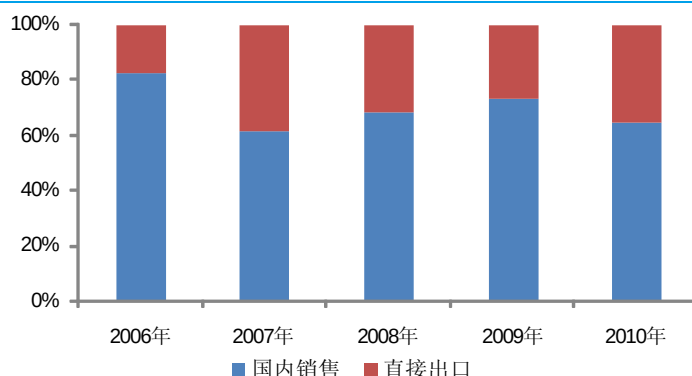
来源：公司公告、国金证券研究所

- 业绩较快增长，出口收入占比超 50%。06-10 年，公司收入复合增长率为 24.8%，净利润复合增长率为 25.5%。2010 年，公司营收增长 78.9%，净利润增长 86.0%。公司是国家汽车零部件出口基地企业，2010 年直接出口占营收比重为 33.9%。据公司 10 年年报披露，加上间接出口，公司出口业务占 10 年收入的 50%以上。

图表3：公司近年营业收入及增速（百万元）



图表4：公司近年国内外收入比例



来源：公司公告、国金证券研究所

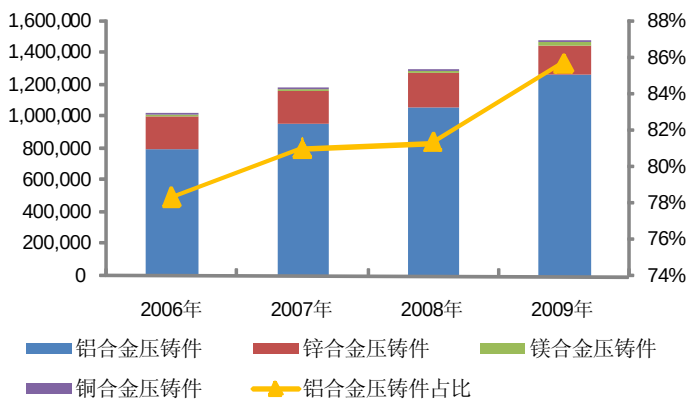
- **产能扩张在即。**2010 年底，公司产能为 2.2 万吨，列国内独立型铝压铸企业第四位。此外，定向增发募投产能 1.4 万吨将在 2012 年全部建成，预计 2012 年底公司即可形成 3.6 万吨产能，较 2010 年提高约 64%。

汽车轻量化带动铝压铸行业持续增长

铝合金压铸行业简介

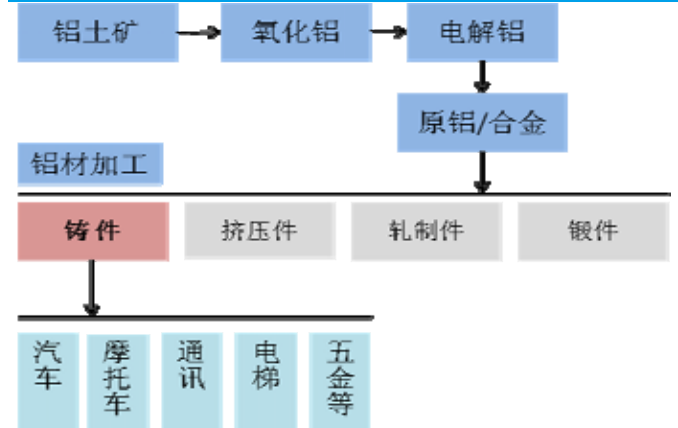
- 压铸属铸造工艺的一种，是指在压力（非重力）作用下，使液态或半液态金属以较高的速度填充压铸模具型腔，并在压力下成型和凝固而获得铸件的方法。压铸是一种少、无切削的金属热加工成型技术，技术先进，生产效率高，其产品具有精密、质轻、美观、节能、高效、低耗等诸多优点。
- 常用的有色金属压铸材料有铝合金、锌合金、镁合金、铜合金，其中铝合金产量最大、应用最为广泛。2009 年，国内有色金属压铸件产量约 148 万吨，其中铝压铸 127 万吨，占比达 85.7%，2004 年该比例为 72.3%；锌合金产量居次位，09 年以 18 万吨产量占 12.2%；其他还有镁合金与铜合金压铸件。
- 铝合金压铸件的以电解铝为主要原材料，广泛应用于汽车与摩托车、通讯、自动扶梯、机电、航空航天、仪器仪表、家电、计算机、日用五金、机械和建筑装饰等多个行业，其中汽车行业应用最为广泛。

图表5：中国各种有色金属压铸件近年产量（吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表6：铝合金压铸产业链分解



来源：中国铸造协会、国金证券研究所

汽车是铝压铸行业主要下游

- **汽车用铝范围不断拓宽。**60 年代起，因压铸等技术的发展，以铝合金为主的轻金属在汽车上的应用逐渐增加，逐步替代钢铁材质。70 年代起，日本的汽车公司开始用铝铸件替代发动机原有的铸铁活塞、缸套等，此后铝合金的车用范围不断扩大，从发动机拓展到变速箱、离合器、悬架、车门、座椅等等。1993 年，奥迪将全铝车身框架结构（ASF）应用到轿车，并推出全铝奥迪 A8，成为铝合金车用的标志性事件。随着汽车轻量化要求的进一步提高以及工艺技术的发展，车用铝合金的应用范围还将不断扩大。

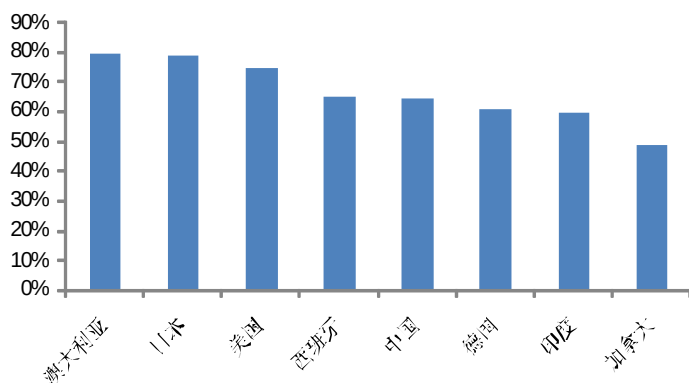
图表7：汽车铝铸件的主要应用领域

时间	新增应用范围
1970 -1980	活塞、缸套、缸盖、油底壳、车轮、变速器壳
1981-1985	散热器、空调
1986-1990	变速器、水泵壳体、机油泵壳、发动机进气歧管
1991-1995	车轮悬架平衡臂、板簧支撑架、发动机支撑架 前桥、燃油箱、储气管、凸轮轴支撑架、蓄电池箱
1996-2000	车门及其他车身元件、座椅、仪表板、转向柱 安全气囊支架、油门及离合器托架
2000 起	车身空间框架

来源：公司网站、国金证券研究所

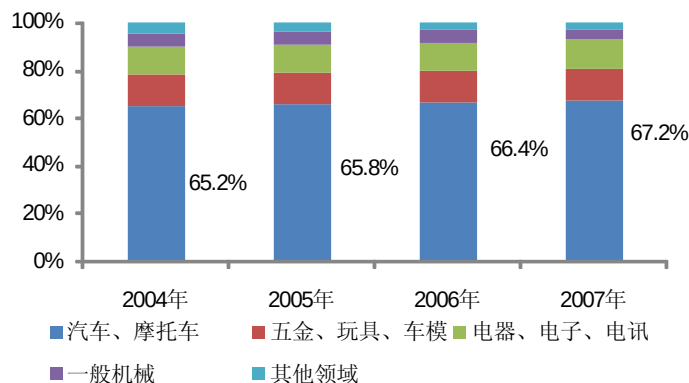
- **铝压铸件主要用于汽车行业。**在世界主要工业国家，铝压铸件都主要用于汽车行业。据中国铸造协会资料，澳大利亚、日本、德国、美国等国家铝压铸件用于汽车行业的比例都超过 50%，部分国家甚至接近 80%。在我国，铝压铸件也主要用于汽车、摩托车领域且其近年占比一直稳步提升，2007 年，国内汽车摩托车铝压铸件产量已达 64.7 万吨，占铝压铸件总产量的 67.2%。

图表8：主要工业国家压铸件应用汽车行业比例



来源：行业资料、国金证券研究所

图表9：2007 年国内铝压铸产品车用占比超过 67%



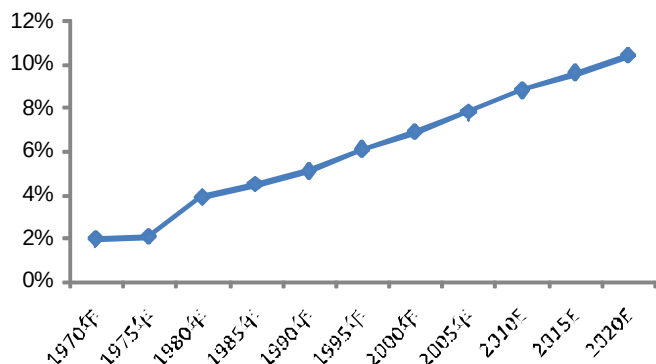
来源：中国铸造协会、国金证券研究所

汽车轻量化将持续带动铝压铸市场需求

- **汽车轻量化是持续趋势。**在节能减排的大背景下，轻量化已成为汽车行业的重要发展趋势之一。据测算，汽车重量每减少 100Kg，百公里油耗可少 0.6-0.7L；若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%至 8%。轻质材料的使用（替代钢、铁）是目前最具成效的轻量化途径，而铝合金则是当下应用最广、性价比最好的轻质材料，可以预见这一趋势仍将持续。
- **汽车平均用铝量稳步增长。**1973 年，全球每辆轿车平均用铝 35kg，1977 年达约 45kg，1981 年达约 60kg，1993 年达约 85kg，目前则已达 115kg 左右。根据国际车用铝合金大会的专家预测，2015 年轿车单车用铝量有可能达 150kg。
 - 汽车 86%的重量来自金属材料，其中钢、铁占比为 55%-60%。美国中型轿车的钢铁占比从 80 年代的 69%，降到 21 世纪的 51%，使轿车均重从 1977 年的 1,651kg 降到 2004 年的 1,470kg，业界预计 2015 年将降到 1,400kg。
 - 在北美，1975 年车用铝材占汽车总重比例仅为 2.1%，约为 35kg，到 2010 年，该比例已达 8.8%，约为 130kg。

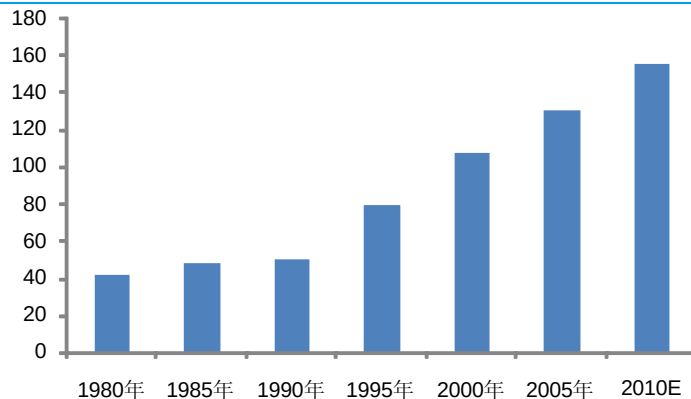
- 在欧洲，1980年单车用铝量仅为42 kg，到2005年已达131 kg，目前则预计已达150kg左右。
- 在日本，2010年每辆本土产汽车用铝约149kg。

图表10：北美铝材占每辆汽车总重比例日益提高



来源：Ducker Worldwide、国金证券研究所

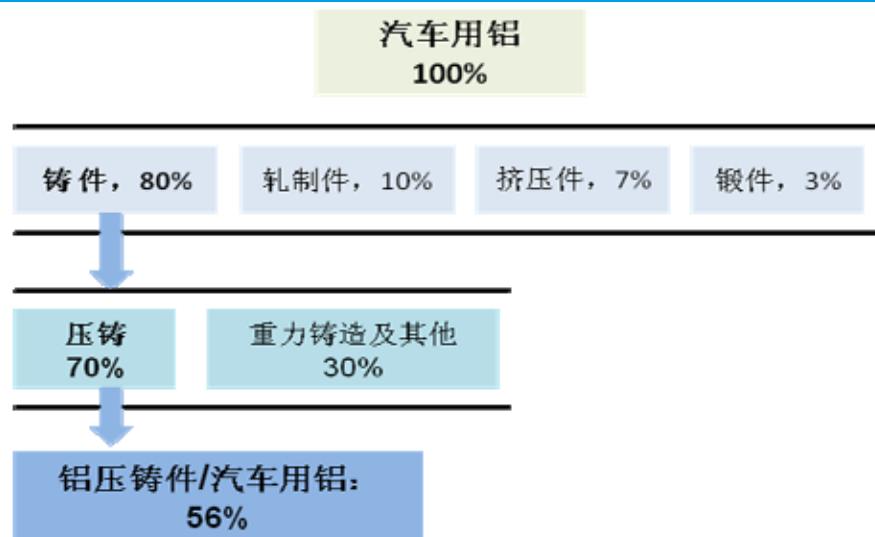
图表11：欧洲每辆汽车用铝量日益提高（千克）



来源：European aluminium association、国金证券研究所

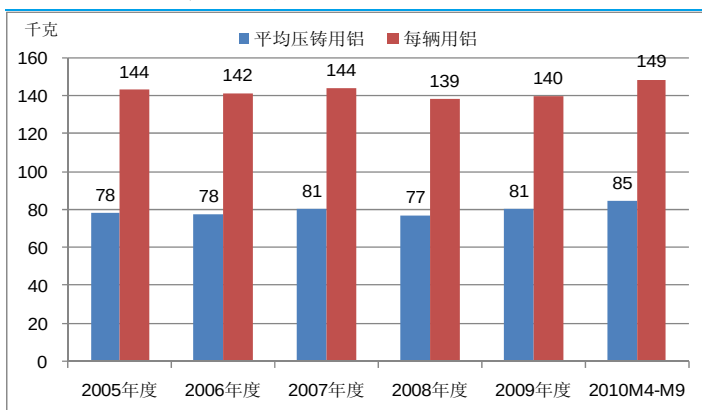
- 压铸件是车用铝合金的主要形式，其需求也将稳步增长。车用铝合金包括铸件、轧制件、挤压件、锻件。铸件是汽车用铝的主要形式，近年占比逐渐提高，目前全球平均占比约为80%；铝铸件中，铝压铸约占70%。故目前汽车用铝中，铝压铸占56%左右，且比例仍在逐步提高。以日本为例，铝压铸件在汽车用铝量中的比例超过50%且基本呈上升趋势，2009年已达57.4%。

图表12：汽车用铝量比例分解图



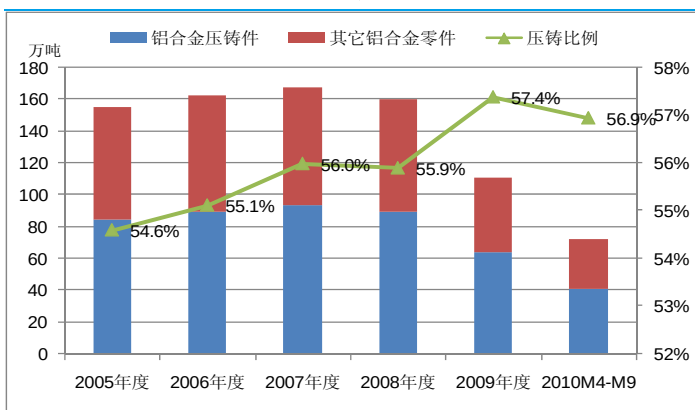
来源：国金证券研究所

图表13：日本单台汽车铝材用量（千克）



来源：日本铝业协会、国金证券研究所

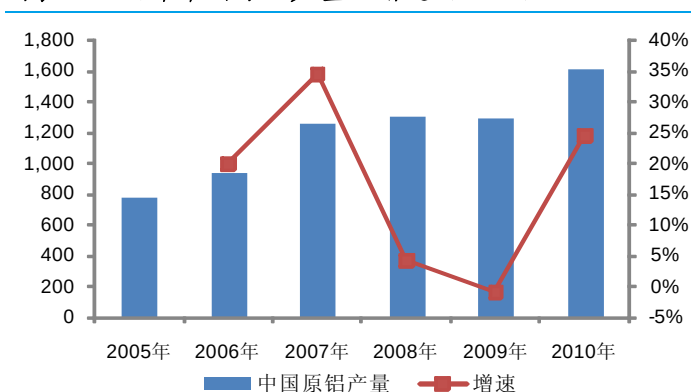
图表14：日本铝压铸件占汽车用铝比例趋势



中国铝压铸产品具有全球性竞争优势

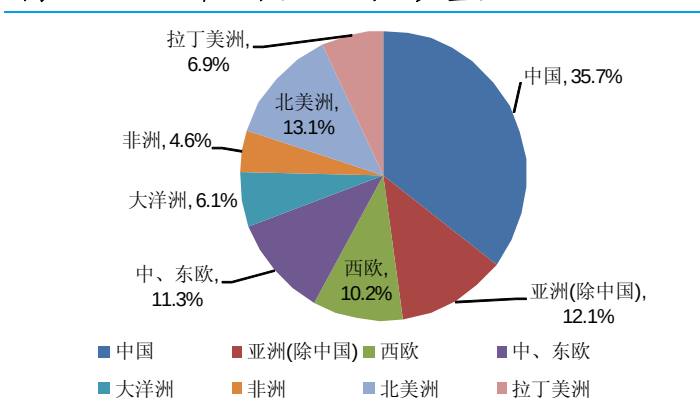
- **中国原铝产量世界第一，铝压铸原材料充足。**我国原铝产量已多年雄踞世界第一位置。2009年，中国产原铝 1,296 万吨，占全球原铝总产量的比例高达 35.7%，而排在第二位的北美洲仅占 13.1%，充足的原材料供应为国内铝压铸产业提供了良好的发展基础。

图表15：近年中国原铝产量及增速（万吨）



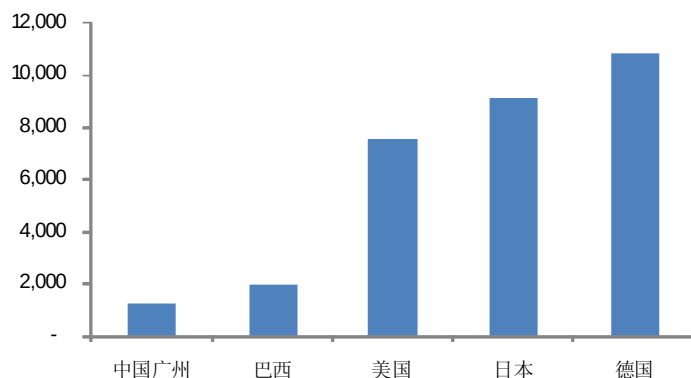
来源：中国铝业网、国金证券研究所

图表16：2009 年全球各地区原铝产量占比



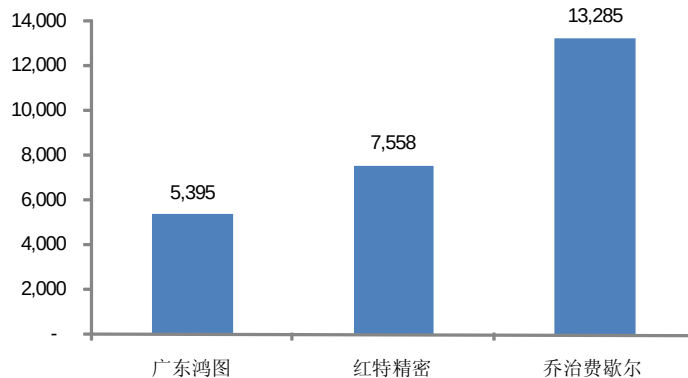
- **劳动力成本优势巨大。**铝压铸行业具有较为突出的劳动密集型特征，劳动力成本占比较大。与发达国家相比，中国企业的人工成本具有巨大优势。从最低工资标准看，中最低工资只有巴西的 63%、美国的 17%、日本的 14%、德国的 12%。欧洲最大的铸造企业是乔治费歇尔（简称 GF，生产铁铸件与铝铸件），其 09、10 年职工薪酬占营业收入比重分别为 30%与 25%；广东鸿图分别为 15.2%与 13.3%，鸿特精密 2010 年该比例为 10.8%。从吨产量所需的职工薪酬看，2010 年 GF 为 13,285 人民币/吨，广东鸿图与鸿特精密分别为 5395 与 7558 人民币/吨，中国企业优势非常明显。

图表17：各国最低工资标准比较（人民币元/月）



来源：国金证券研究所

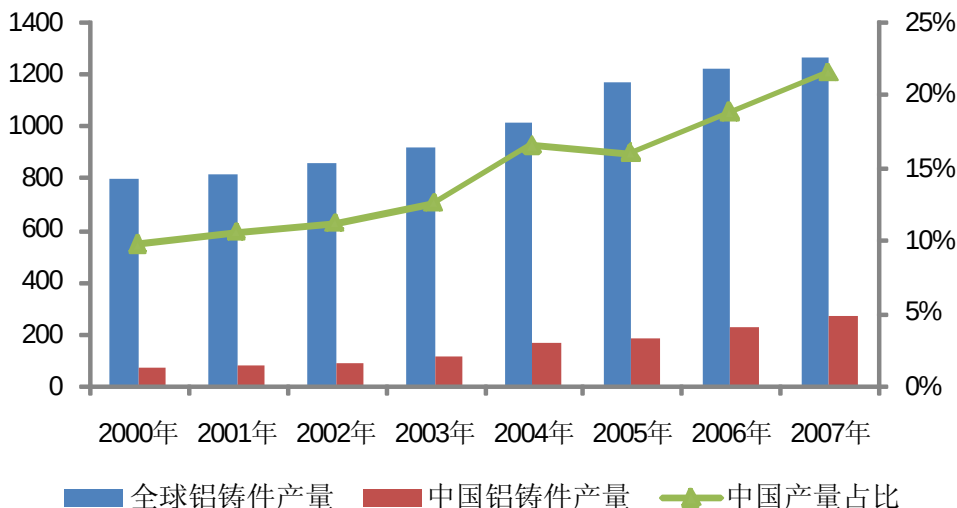
图表18：中外铸造企业人工成本比较（人民币元/吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **中国铝铸件产量全球占比逐渐提升。**由于突出的原材料资源以及劳动力成本优势，我国发展铝铸造产业得天独厚，全球铝铸件产业也已逐渐向我国转移。近十年来，我国铝铸件产量增长迅速，占全球总量比例也稳步提升。2007年，全球铝铸件总产量为 1,272 万吨，中国为 274 万吨，占比达 21.5%，而 2000 年这一比例仅为 9.8%。

图表19：中国铝铸件产量占全球比例逐渐提升（万吨）



来源：中国铸造协会、国金证券研究所

- **中国铝压铸产品已配套全球主要车企。**目前，我国 1/3 铝压铸件用于出口。国内主流铝压铸企业，自 2006 年（甚至更早）起便已配套国际汽车巨头，目前已经全面成功进入美、日、欧主流车企配套体系。美国市场，广东鸿图、广东文灿、鸿特精密等分别配套通用汽车、福特汽车与克莱斯勒；日本市场，广东鸿图、广东文灿等配套日产、本田等；欧洲市场，重庆渝江、广东鸿图、广东文灿等配套宝马、奔驰、菲亚特、兰博基尼等；在国内市场，国内企业也已全面进入合资品牌供应体系，由此也可看出我国铝压铸行业的突出竞争力。

汽车件铝压铸门槛较高，盈利能力较为稳定

- 我国铝压铸企业为数众多，企业总数超过 2,000 家，按照 2010 年国内铝铸件总产量 147 万吨测算，单一企业平均产量不足 800 吨。总体而言，我国铝压铸行业集中度不高。
- 在铝压铸领域，汽车类产品工艺复杂、技术含量高，属于行业内的中高端产品，具有很高的进入门槛。此外，汽车整车厂对零部件供应商的甄选也极为细致和严格，一般企业很难进入主流整车企业的配套体系。
- 在汽车件压铸领域，铝压铸企业主要可分为两类，其中一类隶属于整车企业，主要为其内部配套，如一汽铸造（一汽集团）、东本发动机（本田）与上海乾通（上汽集团）；另一类是独立的铝压铸企业，主要配套国内外的整车、发动机及变速箱企业。
 - **整车厂内部配套企业。**这类企业以集团内供为主，基本不对外供应，一汽铸造、东本发动机与上海乾通是最大的三家。一汽铸造旗下有 5 家工厂与一家合资公司，其中的有色铸造厂主要生产铝合金压铸件，产能在 1 万吨左右。东风本田发动机的铝压铸件主要为自身的发动机、变速箱配套，并应用于本田在亚洲的整车厂，公司也是较大的铝压铸件采购者。上海乾通主要配套上汽集团，年产铝压铸件 3 万吨左右。

图表20：整车企业内部配套压铸企业

企业	产能(千吨)	压铸机数量及规格	主要产品	主要客户
一汽铸造	300(含铁铸件)	30万吨，含铁铸件与铝铸件	发动机、变速箱、齿轮室、离合器、滤清器等	内配一汽集团；外配上海大众、卡特比勒、日本小松等
东本发动机	NA	55万台发动机缸体、24万台缸盖；36万台(套)	发动机总成，发动机缸体与缸盖、变速箱、传动轴等零部	广州本田、东风本田、日本本田、泰国本田
上海乾通	30	22台1500-3550吨压铸机	发动机、变速箱、齿轮室、离合器、滤清器等	上海通用、一汽大众、上汽通用五菱、上柴股份等

来源：公司网站、国金证券研究所

- **独立的汽车件铝压铸企业。**前十家企业中，重庆渝江以年产 17 万吨居首；广东文灿、宜兴江旭与广东鸿图第二集团，年产量在 2-4 万吨；其余 6 家产能在 5-10 千吨。出口方面，前十家中，含广东鸿图在内有 3 家为国家汽车零部件出口基地企业，出口规模较大。

图表21：前十大汽车件铝压铸企业（独立配套）

企业	产能(千吨)	压铸机数量及规格	主要产品	主要客户	备注
重庆渝江(含重庆仁和)	170	83台250-1250吨	汽车件覆盖全部汽车铝压铸件品种，摩托车配件	国内：长城、北汽福田、吉利、青年汽车、博格华纳、常州麦格纳等 国外：本田、宝马、兰博基尼、皮尔博格、麦格纳等	
广东文灿(含江苏雄邦)	32	80台125-1650吨	汽车件包括发动机底盘与箱体、变速箱体、进气歧管等	通用、福特；宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺、标致、奥迪；本田、日产、三菱、富士	80%出口，设计产能5.6万吨
宜兴市江旭铸造	25	20台125-1600吨	柴油发动机飞轮壳、气缸盖罩、进气歧管、冷却器盖板、出水管	锡柴、上柴、奇瑞汽车等；也有出口	汽车零部件出口基地企业
广东鸿图	24	44台250-3000吨	发动机配套、变速箱壳体、离合器壳体、链条盖；通讯件	国内：东本发动机、东风本田、东风日产、海南马自达、奇瑞、广汽长风 国外：通用、克莱斯勒、康明斯	50%出口，汽车零部件出口基地企业；设计产能3.6万吨
重庆大江美利信	10	30台150-1650吨	发动机配件、变速器壳体；摩托车配件	长安汽车、长安铃木、长安福特、东风汽车、神龙汽车	
东莞鸿图	8	60台125-1800吨	减震器、ABS及刹车系统、发动机支架、曲轴连接器等	福特、通用等	
鸿特精密	6	21台250-2000吨	油底壳、外延室、支架等	国内：东风本田、东本发动机、长安福特马自达等 国外：福特、康明斯等	11年2月上市
宁波北仑模具压铸	6	16台800-1250吨	变速箱、发动机、离合器、转向管	NA	
大连亚明汽车部件	5	15台250-2000吨	离合器、变速箱、油底壳、连接体壳	国内：一汽大众、一汽、东安集团、长安福特、大众汽车(上海)变速器 国外：福特、美国水星海事发动机	汽车零部件出口基地企业
乔治费歇尔-苏州	NA	苏州工厂有24台压铸机	发动机底盘与箱体、变速箱体、离合器箱体	国内：长城汽车 国外：戴姆勒、奥迪、大众	在昆山有铁铸厂

来源：公司网站、国金证券研究所

- **汽车铝压铸件行业的最大特点是：进入门槛较高，但一旦进入后双方合作关系也将较为稳固，不会轻易变化，此外汽车铝压铸件的盈利水平也较为稳定。**
 - 整车厂对零部件供应商的产品质量、批量供货能力、成本控制能力等各方面都有极高的要求，通常从整车厂初步选定某一产品的供应商到最终下量产订单需 2-3 年。零部件厂一旦获得了批量订单也就意味着与整车厂形成了稳固的合作关系，双方相互依存，零部件厂将配合整车厂的同步研发，整车厂也会帮助零部件企业进行持续改进，只要不出现重大变故，整车厂不会轻易更换零部件供应商。
 - 汽车零部件产品一般都采取成本加成的定价模式，毛利率较为稳定，汽车铝压铸件也不例外。针对原材料价格的大幅变动，双方也一般都约定有一定的调价机制，以此保证零部件企业合理的盈利水平。

广东鸿图：华南地区铝压铸龙头企业

公司具备较强的竞争优势

- **作为华南地区铝压铸龙头企业，公司具有较为明显的竞争优势，这些优势集中地体现在公司的产销规模、技术研发以及客户资源方面。**
- **规模优势明显且将继续增强。**2010 年底，公司产能为 2.2 万吨，在独立铝压铸企业中位列第四位。2010 年，公司通过定向增发募集资金又将新建 1.4 万吨产能，这一部分产能将在 2012 年完成建成，届时公司产能将提升至 3.6 万吨，较当前水平提高 50%。

- **研发能力较为突出。**公司是国家火炬计划重点高新技术企业，拥有广东省唯一的省级精密压铸工程技术研究开发中心，并已同清华大学等著名高校合作研发。此外，公司多次承担省经贸委、科技厅和国家火炬计划科研项目，并作为行业领先企业广泛参与了国家标准、地方标准的制定，由此也可看出公司不俗的技术研发实力。
- **稳定而优质的客户资源。**由于具备诸多优势，公司获得了众多知名厂商的青睐。在汽车件领域，公司的主要客户均为国内汽车巨头，且以合资、外资客户为主；在通讯件领域，公司的客户也主要为华为、中兴、法雷奥等著名厂商。除此之外，公司客户集中度也很高，2010年前十大客户已占公司收入80%以上。
 - **汽车件主要海外客户。**海外客户已经覆盖美、日、欧三大车系，主要客户包括通用汽车、康明斯、克莱斯勒、日产与菲亚特。
 - **汽车件主要国内客户。**合资品牌方面，公司已经覆盖日系的本田、日产及马自达，以及东风康明斯。在自主品牌方面，公司的主要客户是奇瑞和东风乘用车，但配套量均远小于合资品牌。

图表22：公司国内外汽车件客户及产品梳理

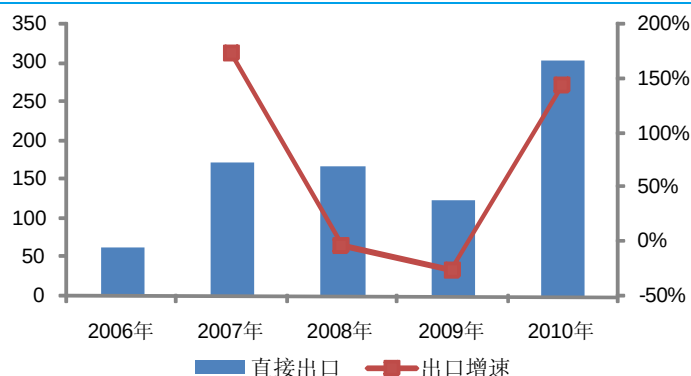
类别	客户性质	客户	供应产品	备注
海外客户	日系	日产(中国)投资	节温器罩、前罩壳、油底壳、凸轮轴	参与日产全球第一款纯电力驱动的汽车leaf(聆风)开发；获物流改善活动贡献奖
	美系发动机	美国康明斯	15升柴油发动机齿轮室等	2009年度最佳持续进步奖，2010年度最佳六西格玛&持续改进奖
	美系	通用汽车	油底壳、支架、缸盖罩、链条盖	2007-2010年连续4年获全球最佳(优秀)供应商
	美系	克莱斯勒	支架、油底壳	凤凰油底壳/集油盘项目组卓越开发团队奖，2011年新车型“大切诺基”成功投产特别贡献奖
	欧系	菲亚特	薄壁缸盖罩等	供应薄壁缸盖罩铝合金压铸件
国内客户	美系	约翰迪尔	配套变速箱等	有6款产品在产，其中4款将供天津泰达变速箱
	中日	东风本田	油底壳、支架、缸盖罩、链条盖	高精密铝合金压铸件产品唯一供应商，2010年获本田汽车(中国)特别协助奖
	中日	东风本田发动机	缸盖罩、油底壳、链条盖、支架等	合作10年，获质量提高显著供应商；广东鸿图前五大客户之一
	中日	东风日产	摇臂总成、节温器壳体、铝油底壳	合作8年，2010年获优秀供应商
	中日	海南马自达	NA	NA
	中美	重庆康明斯发动	NA	2010年度合格供应商
	中美	东风康明斯发动机	齿轮室、气阀盖、摇臂座	2005年度优秀供应商，高精密铝合金压铸件产品唯一供应商
	自主品牌	长丰动力	NA	NA
	自主品牌	东风乘用车	NA	高精密铝合金压铸件产品唯一供应商
	自主品牌	奇瑞汽车	配套无级变速器等	共同研发国内首款自主研发的CVT无级变速器，2011年1月开始
	外贸	东风汽车进出口	齿轮室、气阀盖、摇臂座	助公司间接出口

来源：公司公告、公司网站、国金证券研究所

公司出口业务有望保持快速增长

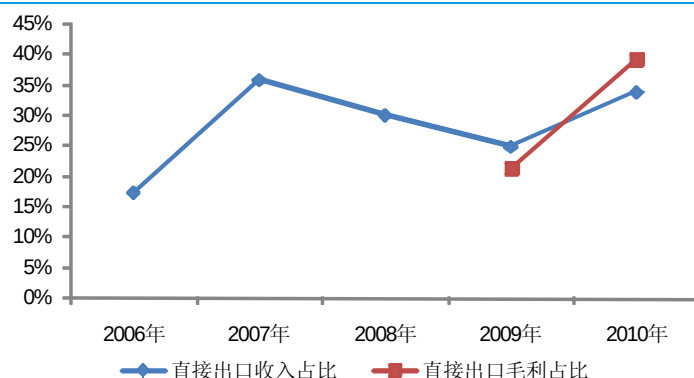
- **出口收入占比高、增长快。**公司在2006年8月被评为国家汽车零部件出口基地企业，出口收入占比始终保持在30%（含间接出口）以上。2010年，公司直接出口收入3.03亿、毛利8,800万，分别增长143.6%与218.7%，直接出口收入占比为33.9%，毛利占比为39.4%。据公司年报披露，加上间接出口部分，2010年公司出口收入占比在50%以上。

图表23：公司直接出口收入及增速（百万元）



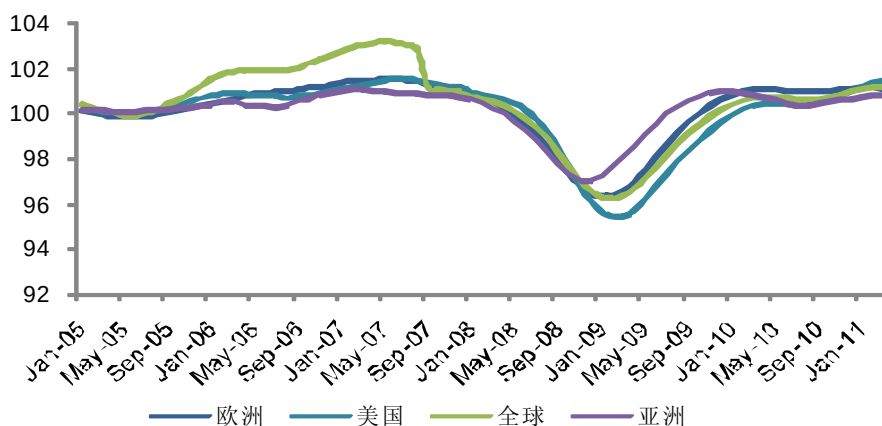
来源：公司公告、国金证券研究所

图表24：公司直接出口收入及毛利占比



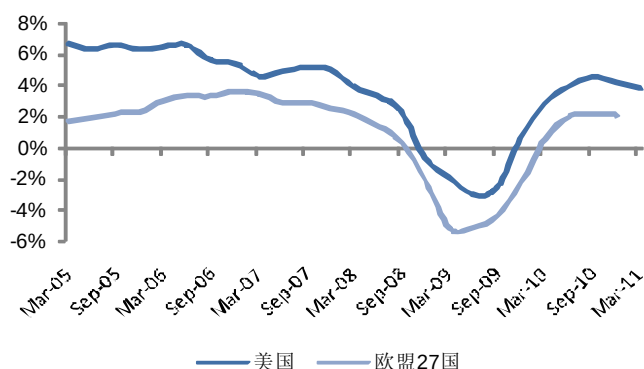
- **全球经济复苏将带动公司出口业务继续快速增长。**出口业务与海外经济形势紧密关联，当前全球经济已基本走出金融危机阴影，并踏上复苏之路。公司产品主要出口美国、欧洲和日本。当前，美国经济已实现连续 7 季度增长，汽车销量则正在快速增长；欧洲债务危机也已得到较为有效控制，经济有望持续复苏；日本则因大地震拖累，情况相对较差。但据了解，地震对公司业务的影响较为有限，6 月份公司对本田、日产等日资客户的销售额已恢复至正常水平的 70%，且由于欧美等地区订单迅速增长，总体上日本地震对公司的影响非常有限。
- OECD 指标显示，2010 年以来全球经济已经恢复增长，欧美发达国家经济增长也非常突出。IMF 预测美国 2011 年 GDP 增速为 2.8%；欧盟统计局预测 2011 年欧盟 27 国经济增长 1.7%。

图表25：OECD 领先指标显示全球经济已恢复增长



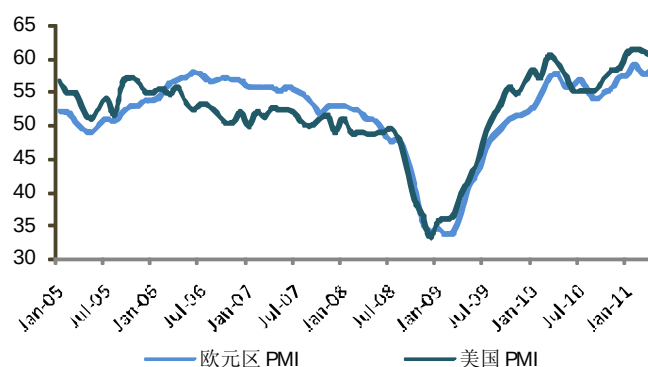
来源：wind、国金证券研究所

图表26：美国、欧盟 GDP 已恢复增长



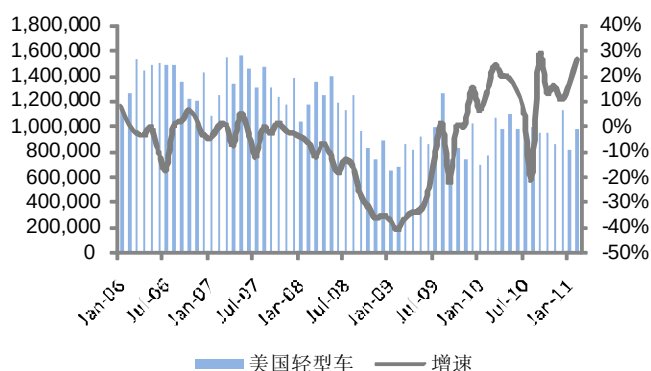
来源：WIND、国金证券研究所

图表27：美国、欧盟 PMI 快速上升



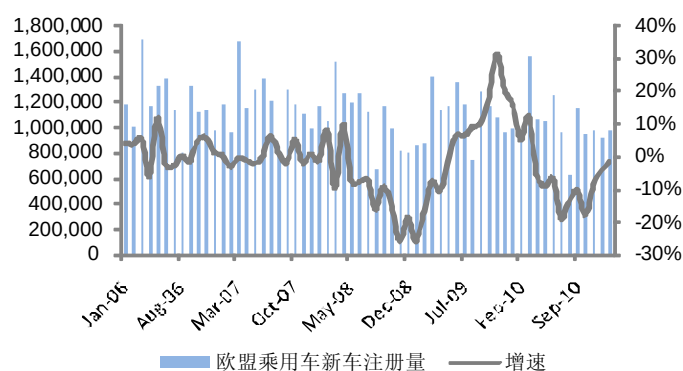
- 欧美经济复苏直接带动了其汽车销量的快速增长。2010 年美国汽车销量增长为 11%，今年 1-4 月，美国累计销售轻型车 420.0 万辆，增速达 19.1%。

图表28：美国轻型车销量正快速上升（辆）



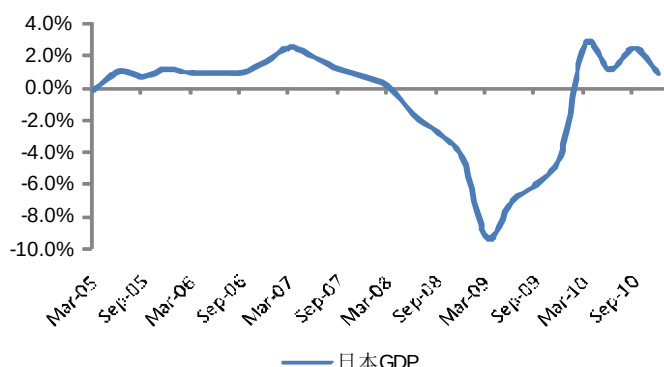
来源：CEIC、国金证券研究所

图表29：欧盟乘用车新车注册量增速回升（辆）



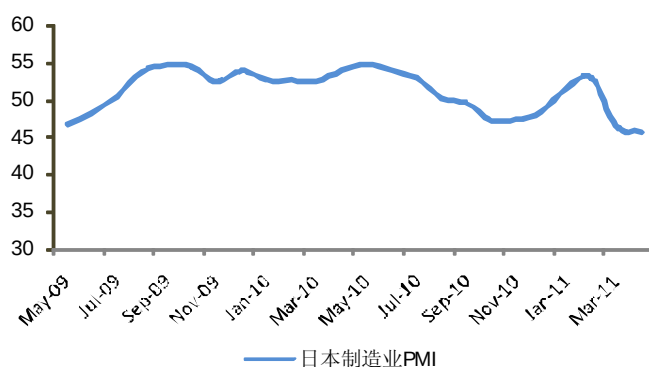
- 受大地震影响，3 月与 4 月日本 PMI 掉头向下，使得处于恢复中的日本经济再次遭遇重大挫折。但根据最新信息，6 月份丰田本土产能已可恢复至 70%以上，本田则有望在 8 月份完全恢复正常生产，这意味着 6 月份以后日本地震的影响将逐步消除，公司出口日本业务也将逐步恢复增长。
- 另据我们了解的情况，日本地震对广东宏图造成的业务量减少约为 4,000-5,000 万元，占公司 2010 年收入总额的 5%左右。尽管如此，当前公司对日本出口量已恢复至正常水平的 70%左右，且由于欧美等国订单量增长远好于公司预期，公司全年订单量仍非常充足。

图表30：日本 GDP 已恢复增长但不确定性较大



来源：国金证券研究所

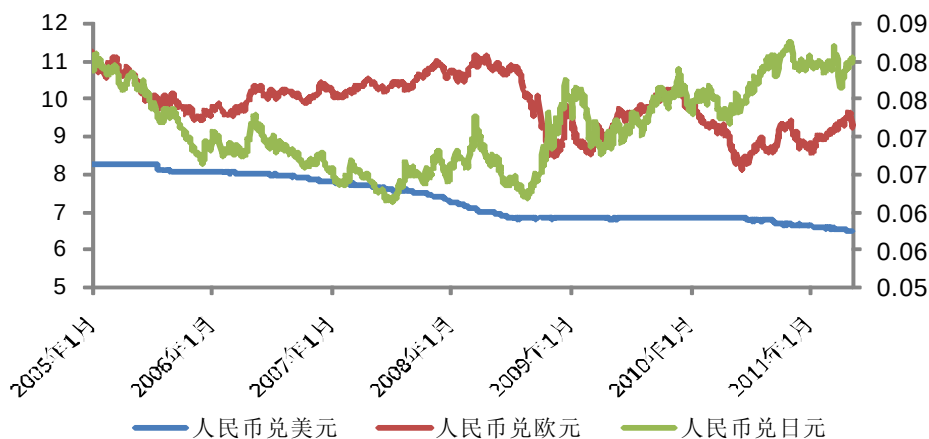
图表31：日本 PMI 指数受地震拖累快速下行



■ 人民币升值对公司出口影响不大

- 05 年汇改以来，尽管人民币基本呈单边升值态势，但公司出口业务并未受到实质影响。除 08-09 金融危机影响外，公司出口业务始终保持快速增长，10 年更是有爆发性增长。
- 我们分析，公司出口业务受人民币升值影响不大的原因是：首先，公司出口市场是多元化的，人民币兑美元基本为单边升值态势，但兑欧元等货币则不是，多元化的货币结算可在一定程度上对冲汇率风险；其次，近几年人民币对美元升值步伐一直较为缓和，年均升值为 4% 左右，这种升值态势比较容易预测，公司和客户都能理解也都有比较好的应对方法；此外，公司从 2010 年起开展外汇套期保值业务，这也将有利于公司对冲汇率风险。通过这些措施，公司得以保障出口业务的快速增长以及整体盈利水平的稳定。

图表32：近年人民币兑美元、欧元、日元汇率

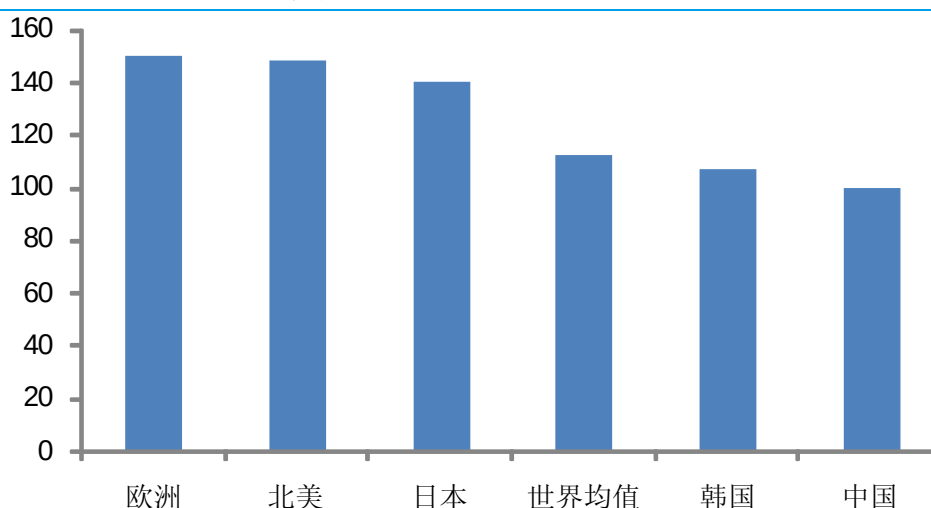


来源：WIND、国金证券研究所

国内市场空间巨大，南通子公司建立有助国内业务快速增长

- 国内汽车铝材应用空间更为巨大。根据 Ducker Worldwide 数据，2009 年中国汽车单车用铝为 100kg，不仅远低于同期欧洲、美国与日本的 150kg、148kg 与 140kg，也低于 113kg 的世界平均值。由此也可看出，我国汽车单车用铝量存在更大的提升空间，铝压铸行业也存在更大的发展前景。

图表33: 2009 年全球各地单车用铝量 (千克)



来源: Ducker Worldwide、国金证券研究所

- **国内市场容量预测。**2010 年国内汽车产量为 1,800 万辆, 单车用铝 105kg, 10 年国内汽车用铝量 189.4 万吨; 以压铸件占车用铝材 56% 测算, 当年国内汽车铝压铸件需求为 106.1 万吨。根据我们的预测, 2011-2013 年国内车用铝压铸需求 CAGR 约为 16%, 2013 年为 165.4 万吨。

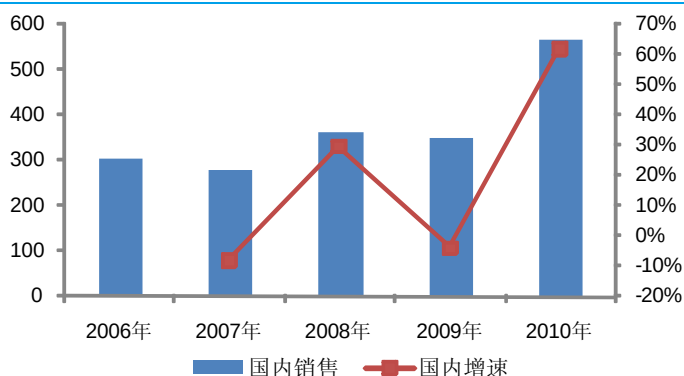
图表34: 国内铝压铸容量预测 (万吨)

万吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
①: 单车用铝(千克)	100	105	110	115	120	125	130
②: 国内汽车销量(万辆)	1,360	1,804	1,930	2,124	2,336	2,569	2,826
汽车销量增速		32.7%	7%	10%	10%	10%	10%
③(①×②): 汽车行业用铝量	136.0	189.4	212.4	244.2	280.3	321.2	367.4
④: 铝压铸占车用铝材比例	55%	56%	57%	58%	59%	60%	61%
⑤(③×④): 车用铝压铸	74.8	106.1	121.0	141.6	165.4	192.7	224.1
增速		41.9%	14.1%	17.0%	16.8%	16.5%	16.3%

来源: 行业数据、国金证券研究所

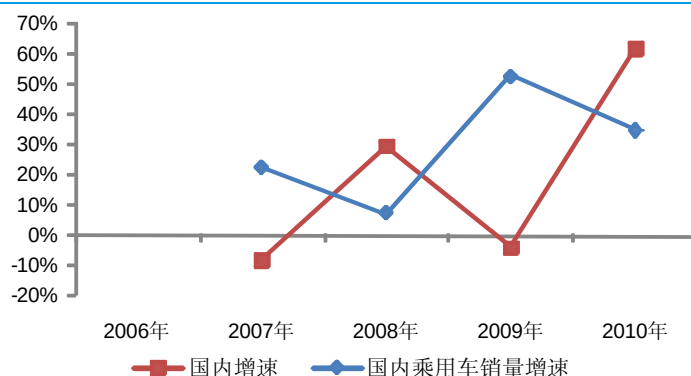
- **公司将更加侧重国内市场开发, 提升空间难以限量。**公司原本的战略是“以国际品牌汽车厂商为主要客户”, 侧重为国际知名汽车巨头配套。但 08 年-09 年的国际金融危机也让公司看到了海外市场较大的不确定性, 公司已转为更加侧重国内市场开发, 寻求更为合理的国内外市场结构。我们测算, 公司当前汽车压铸件内销比例不足 50%, 国内市场占有率仅为 0.8% 左右。凭借公司突出的技术和规模优势, 加上长期配套通用、日产、本田等国际汽车巨头已经建立起来的产品和品牌信誉, 公司国内业务的提升空间难以限量。

图表35：公司国内业务收入与增速（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表36：公司国内收入增速与乘用车增速行业比较



- 南通子公司建立将促进公司国内业务快速增长。2010 年 12 月，公司公告将在江苏南通设立全资子公司，该公司规划产能为 1.4 万吨。据了解，公司选择在南通建立生产基地的重要理由之一就是南通地理位置优越，有利于公司加快拓展国内业务。根据公司计划，南通工厂首期 5000 吨产能将在 2012 年建成投产。
- 南通地处长三角中心地带，周围环绕上汽集团、奇瑞、江淮、吉利、长安福特南京基地、东风悦达起亚等国内汽车知名企业。据不完全统计，南通周围整车工厂产能约 429 万辆，其中上海有上汽与吉利共 177 万辆产能，至南通仅 100 公里；其次南京，有上海大众和长安福特马自达共 46 万辆产能。此外，合肥、芜湖、扬州、常州、宁波等地都已有或者在建乘用车整车工厂。

图表37：南通基地辐射的乘用车工厂

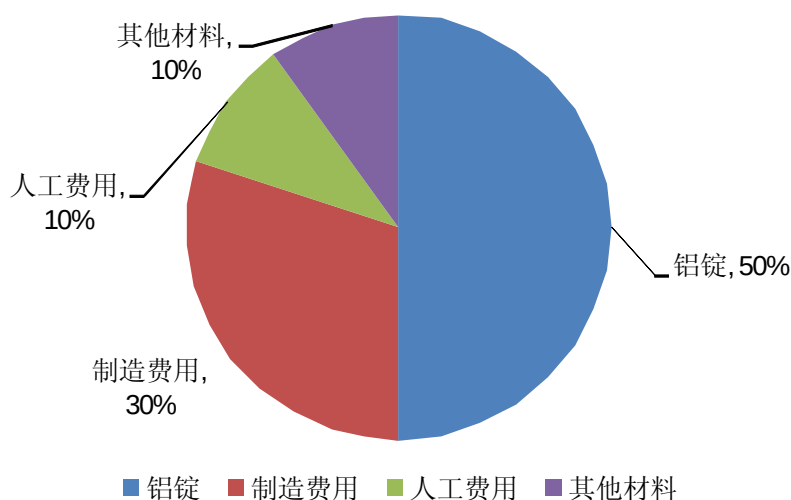


来源：公司网站、国金证券研究所

“成本加成”定价，近年盈利能力较稳定

- 成本结构较为稳定。铝锭是铝压铸产品的主要原材料，占公司主营业务成本的 50% 左右，制造费用则占 30% 左右，劳动力成本和其他材料各占约 10%。铝锭价格常有波动，但总体波动幅度远小于其他有色金属，且公司产品价格也与铝锭价格有联动机制，总体而言公司的成本结构较为稳定。

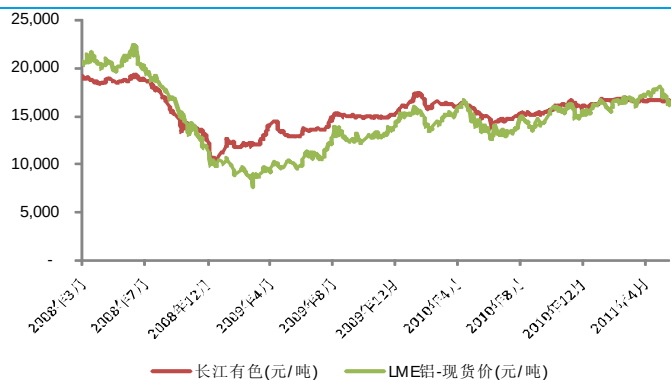
图表38：公司主营业务成本结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 产品按“成本加成”模式定价，具备较强的成本转移能力。根据行业惯例，公司按照“铝合金锭价格+压铸加工费+精密数控加工费+后加工费+配套件费用+包装、运输费、物流费”的原则确定产品价格，当铝合金价格波动达到一定幅度时（通常为 5%或 10%），公司产品单价亦作相应调整，如此公司即可有效转移原材料价格上涨带来的负面影响。
- 值得说明的是，公司产品调价与铝锭价格变化间存在时间差，产品调价一般滞后于铝价变化。当铝价处于上升趋势之中时，公司的毛利率也会受到一定挤压，反之当铝价下降时，公司毛利率则将有所上升。

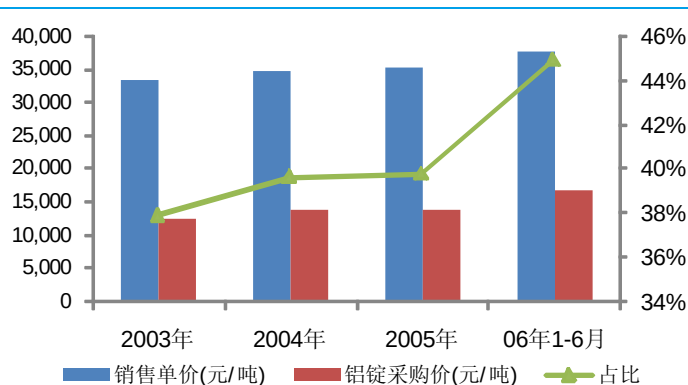
图表39：国内外铝锭价格变动（人民币元/吨）



注：LME 铝价根据当日汇率调整

来源：WIND、国金证券研究所

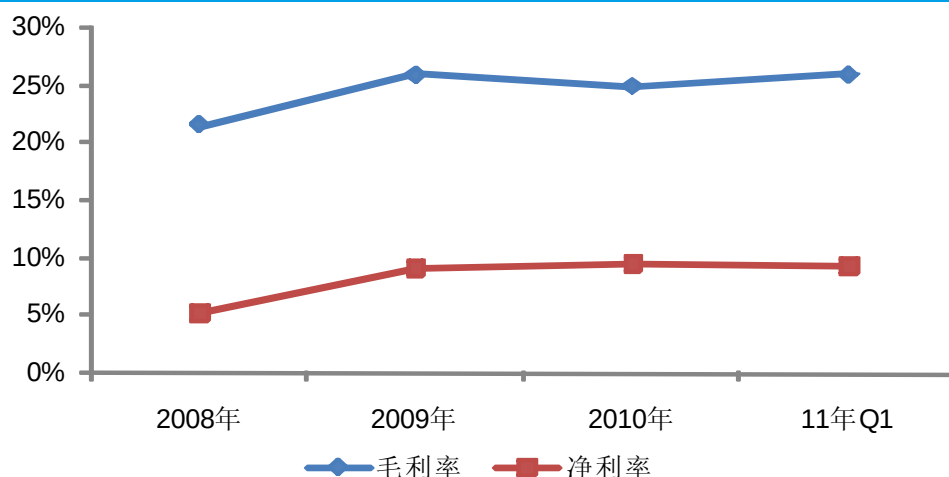
图表40：03-06 年公司产品售价与铝锭采购价（元/吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 近年盈利能力较为稳定。毛利率：公司 08 年以来毛利率一直维持在 21% 以上，10 年与 11 年一季度分别为 24.93%与 26.03%；净利率：09 年大幅提升后维持在 9%以上，10 年与 11 年一季度分别为 9.54%与 9.29%。

图表41：公司近年毛利率与净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测公司 2011-2013 年销售收入分别为 11.65 亿元、14.94 亿元、18.72 亿元，分别增长 30.25%、28.30%、25.30%；归属母公司净利润分别为 1.03 亿元、1.34 亿元、1.76 亿元，分别增长 20.26%、30.64%、31.33%；对应 EPS 分别为 0.626 元、0.817 元、1.073 元。
- 关键假设如下：
 - 公司定向增发募投项目 1.4 万吨产能按计划顺利释放，预测 2012 年投产并释放 5,000 吨，2013 年 1.4 万吨产能全部释放。
 - 公司新增产能逐步释放，国内外市场的需求增长将带动公司收入快速增长，预测公司 2011-2013 年的收入增速分别为 30%、28%、25%。
 - 铝锭价格小幅上涨，公司成本有一定上升压力，毛利率将有所下降，预测公司今年汽车件毛利率为 27%，未来三年综合毛利率为 24.49%、24.32%、24.57%。

估值与投资建议

- 当前，汽车零部件板块 2011 年动态 PE 平均为 14 倍，但中小公司普遍在 20 倍以上。
- 公司目前股价为 20.28 元，对应 2011 年的 PE 为 32.4 倍，已充分反映了公司未来的快速成长预期，暂不具备估值吸引力，给予“持有”评级。

风险提示

国内汽车市场超预期下滑风险

- 我们预测 2011 年国内汽车行业销量增速为 7%。4 月国内汽车销量同比已为负增长，如果负增长趋势持续，国内汽车销量下滑将超越我们预期，进而影响公司国内业务收入。

欧美经济下行的风险

- 尽管从当前各种数据和信息看，欧美经济确已重回增长轨道，但毕竟国际风云变幻莫测，若欧美发达经济体再度下滑，公司出口业务可能再度受挫。

原材料价格大幅上升的风险

- 2011 年以来铝锭价格较为平稳。如铝价遭遇类似 07 年急速上升的情况，虽然公司产品售价会随铝价调整，但调价存在滞后性，且不能 100%转移原材料价格上涨的影响，公司盈利能力可能低于预期。

本田、日产震后产能恢复推迟风险

- 虽然本田与日产已分别宣布将在 8 月与 10 月全面恢复产能，但日本震后二三级零部件供应商复产进程以及日本国内电力供应等因素仍存在较大不确定性。如果本田、日产产能恢复严重低于或晚于预期，公司对这两大客户的供货量可能低于预期。

图表42：广东鸿图收入分拆与预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
汽车类					
销售收入（百万元）	334.1	706.9	954.4	1,259.7	1,612.5
增长率（YOY）	-16.6%	111.6%	35.0%	32.0%	28.0%
毛利率	25.92%	27.83%	27.00%	26.50%	26.00%
销售成本（百万元）	247.5	510.2	696.68	925.92	1,193.23
增长率（YOY）	-23.80%	106.18%	36.54%	32.90%	28.87%
毛利（百万元）	86.59	196.71	257.68	333.83	419.24
增长率（YOY）	14.03%	127.17%	30.99%	29.56%	25.58%
占总销售额比重	66.82%	79.07%	81.74%	83.82%	85.39%
占主营业务利润比重	66.78%	88.25%	90.23%	91.61%	92.64%
通讯类					
销售收入（百万元）	128.8	153.5	179.6	208.4	239.6
增长率（YOY）	18.8%	19.2%	17.00%	16.00%	15.00%
毛利率	27.71%	13.95%	13.00%	12.50%	12.00%
销售成本（百万元）	93.1	132.1	156.28	182.32	210.87
增长率（YOY）	25.66%	41.91%	18.29%	16.67%	15.66%
毛利（百万元）	35.68	21.41	23.35	26.05	28.75
增长率（YOY）	3.93%	-39.98%	9.05%	11.54%	10.40%
占总销售额比重	25.76%	17.17%	15.38%	13.86%	12.69%
占主营业务利润比重	27.52%	9.61%	8.18%	7.15%	6.35%
机电及其他					
销售收入（百万元）	10.5	8.7	8.7	8.7	8.7
增长率（YOY）	-53.3%	-17.6%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	16.34%	12.54%	12.00%	11.50%	11.00%
销售成本（百万元）	8.8	7.6	7.62	7.66	7.70
增长率（YOY）	-59.04%	-13.91%	0.62%	0.57%	0.56%
毛利（百万元）	1.72	1.09	1.04	1.00	0.95
增长率（YOY）	67.43%	-36.77%	-4.32%	-4.17%	-4.35%
占总销售额比重	2.10%	0.97%	0.74%	0.58%	0.46%
占主营业务利润比重	1.32%	0.49%	0.36%	0.27%	0.21%
其他					
销售收入（百万元）	26.6	25.0	25.0	26.2	27.5
增长率（YOY）	-5.1%	-6.0%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	21.40%	14.82%	14.00%	13.50%	13.00%
销售成本（百万元）	20.9	21.3	21.47	22.67	23.95
增长率（YOY）	10.39%	1.86%	0.96%	5.61%	5.61%
毛利（百万元）	5.69	3.70	3.50	3.54	3.58
增长率（YOY）	-37.36%	-34.92%	-5.53%	1.25%	1.11%
占总销售额比重	5.31%	2.79%	2.14%	1.74%	1.46%
占主营业务利润比重	4.38%	1.66%	1.22%	0.97%	0.79%
销售总收入（百万元）	499.90	894.08	1167.60	1502.98	1888.28
销售总成本（百万元）	370.23	671.17	882.04	1138.57	1435.75
毛利（百万元）	129.67	222.91	285.56	364.41	452.53
平均毛利率	25.94%	24.93%	24.46%	24.25%	23.97%

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	560	500	894	1,165	1,494	1,872
增长率		-10.7%	78.9%	30.25%	28.30%	25.30%
主营业务成本	-439	-370	-671	-879	-1,131	-1,412
% 销售收入	78.5%	74.1%	75.1%	75.5%	75.7%	75.4%
毛利	120	130	223	285	363	460
% 销售收入	21.5%	25.9%	24.9%	24.5%	24.3%	24.6%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-3	-3	-4
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-35	-27	-64	-89	-116	-145
% 销售收入	6.2%	5.3%	7.1%	7.7%	7.8%	7.7%
管理费用	-35	-42	-54	-68	-81	-98
% 销售收入	6.3%	8.4%	6.1%	5.8%	5.5%	5.2%
息税前利润（EBIT）	48	59	103	126	163	214
% 销售收入	8.6%	11.8%	11.5%	10.8%	10.9%	11.4%
财务费用	-17	-10	-16	-6	-8	-10
% 销售收入	3.0%	2.0%	1.8%	0.6%	0.5%	0.6%
资产减值损失	-1	2	-1	-1	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	51	86	118	153	200
营业利润率	5.4%	10.2%	9.6%	10.1%	10.2%	10.7%
营业外收支	4	2	0	3	5	7
税前利润	34	53	86	121	158	207
利润率	6.0%	10.5%	9.6%	10.4%	10.6%	11.1%
所得税	-5	-7	-1	-18	-24	-31
所得税率	13.7%	13.0%	0.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	29	46	85	103	134	176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	29	46	85	103	134	176
净利率	5.2%	9.2%	9.5%	8.8%	9.0%	9.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	46	85	103	134	176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	37	54	53	73	85
非经营收益	0	12	8	10	4	4
营运资金变动	0	2	-194	-3	-82	-114
经营活动现金净流	0	97	-47	163	129	151
资本开支	-96	-33	-98	-153	-164	-63
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-96	-33	-98	-154	-164	-63
股权募资	0	0	345	0	0	0
债权募资	58	-46	46	-128	81	-16
其他	-33	-19	-11	-10	-20	-22
筹资活动现金净流	25	-66	379	-138	62	-38
现金净流量	-71	-2	235	-129	27	50

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	75	68	303	173	200	250
应收款项	128	129	343	327	429	541
存货	72	85	134	157	217	290
其他流动资产	12	16	15	28	47	73
流动资产	286	298	795	685	893	1,153
% 总资产	42.4%	43.4%	60.4%	52.4%	55.3%	61.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	358	357	429	592	687	671
% 总资产	53.1%	52.1%	32.6%	45.3%	42.5%	36.0%
无形资产	30	30	88	28	33	37
非流动资产	389	388	521	623	721	710
% 总资产	57.6%	56.6%	39.6%	47.6%	44.7%	38.1%
资产总计	675	686	1,316	1,308	1,615	1,864
短期借款	145	97	128	0	81	64
应付款项	74	85	235	233	315	397
其他流动负债	11	24	29	59	79	96
流动负债	229	207	392	292	475	557
长期贷款	74	74	90	90	90	91
其他长期负债	1	1	0	0	0	0
负债	303	282	481	382	565	648
普通股股东权益	372	405	838	929	1,053	1,218
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	675	686	1,319	1,311	1,618	1,866

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.432	0.685	1.040	0.626	0.817	1.073
每股净资产	5.555	6.040	10.214	11.335	12.839	14.856
每股经营现金净流	0.837	1.443	-0.568	1.988	1.572	1.836
每股股利	0.000	0.200	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.78%	11.33%	10.18%	11.04%	12.73%	14.45%
总资产收益率	4.29%	6.68%	6.47%	7.82%	8.28%	9.43%
投入资本收益率	7.04%	8.93%	9.66%	10.48%	11.32%	13.23%
增长率						
主营业务收入增长率	16.23%	-10.67%	78.85%	30.25%	28.30%	25.30%
EBIT增长率	6.33%	22.84%	73.52%	22.39%	29.71%	31.19%
净利润增长率	-15.69%	58.46%	85.98%	20.26%	30.64%	31.33%
总资产增长率	11.36%	1.62%	92.19%	-0.60%	23.44%	15.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.8	81.1	88.9	90.0	90.0	91.0
存货周转天数	62.2	77.5	59.6	65.0	70.0	75.0
应付账款周转天数	54.4	62.5	77.0	79.0	80.0	81.0
固定资产周转天数	220.2	244.7	160.7	171.0	153.9	117.9
偿债能力						
净负债/股东权益	38.55%	25.59%	-10.15%	-8.99%	-2.75%	-7.77%
EBIT利息保障倍数	2.8	5.8	6.4	19.3	20.3	20.6
资产负债率	44.88%	41.03%	36.50%	29.10%	34.92%	34.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室